

המלצת "החזק" על רקע דוחות הרבעון השני 2005

נתוני רווח והפסד					
	2002	2003	2004	Q1/05	Q2/05
במיליוני ₪:					
הכנסות	8,063.5	7,981.3	9,269.8	2,773.1	2,727.4
רווח תפעולי	1,017.2	1,093.3	1,391.5	366.2	337.1
מרווח תפעולי	12.6%	13.7%	15.0%	13.2%	12.4%
רווח (הפסד) נקי	(912.8)	(437.8)	620.8	279.7	164.3
מרווח נקי	-11.3%	-5.5%	6.7%	10.1%	6.0%

המלצה	החזק
-------	------

מחיר יעד (ש"ח)	5.84
----------------	------

מחיר נוכחי (ש"ח)	5.72
------------------	------

תאריך	4 באוגוסט 2005
-------	----------------

סימול	בזק / BEZQ
-------	------------

שווי שוק (מ' ₪)	14,920.3
-----------------	----------

גבוה/נמוך 12 חוד' (₪)	4.14-5.85
-----------------------	-----------

מחזור יומי ממוצע (א' ₪)	40,011.5
-------------------------	----------

הון עצמי (מ' ₪)	7,909.8
-----------------	---------

כמות "צפה" (מ' מנייה)	937.22
-----------------------	--------

מס' מניות - בסיסי (מ')	2,608.0
------------------------	---------

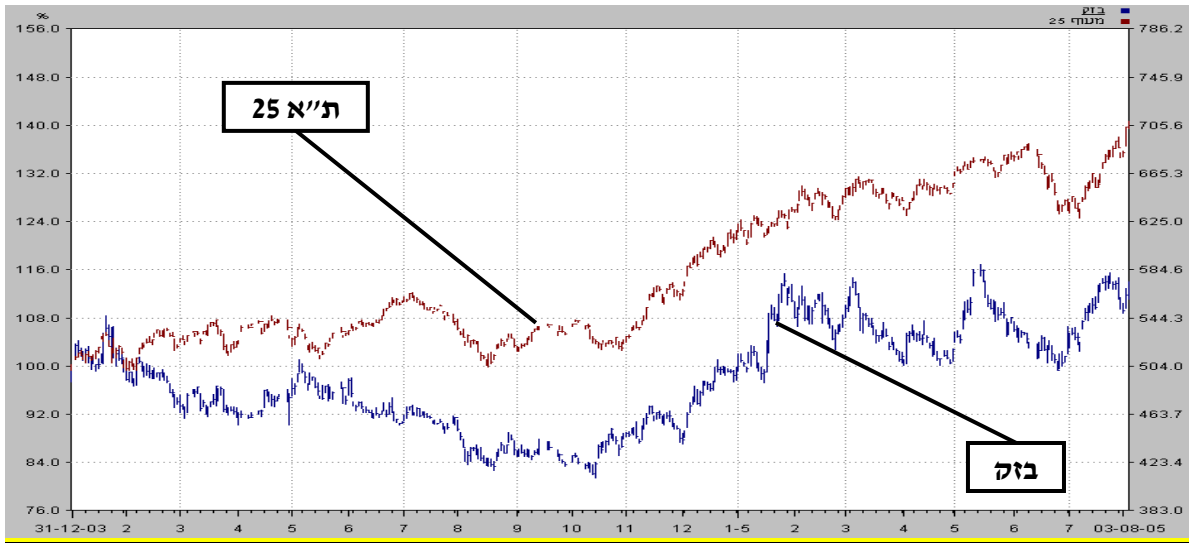
אנליסט	יואב בורגן
--------	------------

נקודות עיקריות

- הדוחות של בזק לרבעון השני 2005 ממשיכים לשקף את המגמות המאפיינות את תחומי הפעילות העיקריים של הקבוצה:
 - המשך הקיטון בהכנסות התקשורת הפנים-ארצית הנייחת – הכנסות אלו הסתכמו ברבעון השני בכ-1.16 מיליארד ₪, לעומת כ-1.2 מיליארד ₪ ברבעון הקודם וכ-1.25 מיליארד ₪ ברבעון המקביל. הגורמים לקיטון העקבי בהכנסות המפ"א של בזק ידועים ועקביים: הפחתות התעריפים עפ"י נוסחת גרונאו, אובדן דקות קול לחברות הסלולר, ירידה בהכנסות ממכירת ציוד למנויים, היעלמות מן העולם של האינטרנט האנלוגי, וקיזוז הירידה הכוללת בזכות גידול במספר מנויי ה-ADSL. תחרות משמעותית מצד שירותי הטלפוניה הקווית של חברת הכבלים הממוזגת HOT, היא להערכתנו רחוקה למדי.
 - פלאפון, בדומה לפרטנר, מפגינה יציבות בתוצאות הכספיות על רקע יישום החלטת משרד התקשורת בעניין הפחתת דמי הקישוריות:
 - הכנסות של כ-1.1 מיליארד ₪ ברבעון השני, בדומה לרבעונים הקודמים (הכנסות הרבעון השני של פרטנר – כ-1.25 מיליארד ₪).
 - גיוס נטו של כ-2005 כ-49,000 מנויים, לעומת כ-48,000 ברבעון הראשון (פרטנר גייסה כ-37,000 מנויים נטו ברבעון השני).
 - המשך השחיקה בהכנסה החודשית הממוצעת למנוי (ARPU) – כ-140 ₪ ברבעון השני, לעומת כ-145 ₪ ברבעון הראשון, וכ-153 ₪ במהלך שנת 2004 (ה-ARPU של פרטנר ברבעון השני – 150 ₪).
 - מגמת גידול נמשכת בעלות הממוצעת רכישת לקוח (SAC) – כ-278 ₪ ברבעון השני, לעומת כ-259 ₪ ברבעון הראשון, וכ-211 ₪ בשנת 2004 (ה-SAC של פרטנר ברבעון השני – 263 ₪).
 - שיעור ה-EBITDA של פלאפון עמד ברבעון השני על כ-26%, בדומה לרבעון הקודם (שיעור ה-EBITDA של פרטנר ברבעון השני – 33.6%).
 - בזק בינלאומי – גם בזק בינלאומי מדווחת על סטגנציה בהכנסות – כ-203 מיליון ₪ ברבעון השני, בדומה לשני הרבעונים הקודמים. הגידול בהכנסות מסגמנט שירותי האינטרנט המהיר, התורם כיום מעל ל-50% מהכנסות החברה, מביא לשחיקת שיעור הרווח התפעולי של החברה, שעמד ברבעון השני על כ-11%.
 - YES – בפן החיובי נציין את ההכנסות, ששוב צמחו בכ-6% לעומת הרבעון הקודם, והסתכמו ברבעון השני בכ-296.3 מיליון ₪; מצבת מנויים, שבסוף יולי הגיעה לרף של חצי מיליון מנויים; וגידול של כ-4% ב-EBITDA לעומת הרבעון הקודם, לכ-52 מיליון ₪. בפן השלילי נציין את ההרעה בשיעור הרווח הגולמי – כ-9.8% ברבעון השני לעומת כ-11% ברבעון הקודם, והגידול החד בהפסד הנקי לכ-83.6 מיליון ₪. ההערכות של הנהלת בזק הן, כי YES תגיע לאיזון תזרימי בסוף הרבעון הרביעי של השנה.

מחלקת המחקר

- עדכון מודל הערכת השווי שלנו מוביל לשווי של כ-15.127 מיליארד ₪ לקבוצת בזק בכללותה, קרי מחיר יעד של 5.84 ₪ למניה, בלא שינוי מהותי לעומת העדכונים הקודמים. כלומר, רמת מחיר המניה כיום בבורסה משקפת באופן כמעט מלא את השווי הכלכלי שאנו מייחסים למניית בזק, ועל כן המלצתנו כעת היא "החזק".



תחזית תזרימי מזומנים תפעוליים – פעילות התקשורת הפנים-ארצית הנייחת					
E2008	E2007	E2006	E2005	A2004	במיליוני ₪:
4,356.9	4,493.0	4,639.2	4,778.4	4,959.7	הכנסות
-3%	-3%	-3%	-4%	-5%	שיעור הגידול
884.8	949.0	1,018.8	1,049.0	971.0	רווח תפעולי
20%	21%	22%	22%	20%	שיעור רווח תפעולי
238.9	275.2	315.8	356.7	387.1	מסים
27%	29%	31%	34%	40%	שיעור המס
645.9	673.8	702.9	692.3	583.9	רווח תפעולי לאחר מס
15%	15%	15%	14%	12%	שיעור רווח תפעולי לאחר מס
6.8	8.1	7.8	43.6	12.2	שינוי בהון חוזר תפעולי
354.7	365.8	379.8	398.0	415.8	עודף פחת על השקעות
1,007.4	1,047.7	1,090.6	1,134.0	1,012.0	תזרים מזומנים תפעולי

מיליוני ₪	הערכת שווי בזק - ריכוז תוצאות
3,104.5	פעילות פנים ארצית נייחת:
7,088.6	שווי תפעולי
	שווי שיר
7,829.9	פלאפון
249.8	בזק בינלאומי
53.8	אחזקה ב- YES – בנטרול השקעה נוספת צפויה
54.7	בזקל
24.3	בזק און ליין
4,228.8	נכסים עודפים
(7,410.3)	התחייבויות פיננסיות
15,223.9	שווי חברה כולל
2,605	מספר מניות - (במיליונים)
5.84	שווי כלכלי למניה (₪)
5.72	מחיר מניה (₪)
(2.1%)	דיסקאונט

ניתוח רגישות לשווי כלכלי של מניה (₪)				
9.3%	8.8%	8.3%	7.8%	צמיחה פרמנטית / מקדם היוון
5.9	6.1	6.3	6.6	-1%
5.7	5.8	6.0	6.2	-2%
5.5	5.6	5.8	6.0	-3%

מחלקת המחקר 03-7104500

אוליביה זוהר - מנהלת מחלקת המחקר

olivia@sahar.co.il

פרי שחר - אנליסטית

peris@sahar.co.il

יואב בורגן - אנליסט

yoavb@sahar.co.il

בני דקל - אנליסט

benid@sahar.co.il

השקעה: קניה חזקה - המניה נסחרת בתמחור חסר משמעותי וצפויה להפגין ביצועים עודפים משמעותית על השוק בשנה שנתיים הבאות. **קניה** - המניה נסחרת בתמחור חסר וצפויה להפגין ביצועים עודפים על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **צבור** - מחיר המניה נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים עודפים במעט על השוק בשנה שנתיים הקרובות. **החזקה** - המניה נסחרת במחיר הוגן, וצפויה להפגין ביצועים דומים לאלו של השוק בשנה שנתיים הקרובות. **הקטן** - מחיר המניה אינו נוח להשקעה והיא צפויה להפגין ביצועים נמוכים במעט מהשוק בשנה שנתיים הקרובות. **מכירה** - המניה נסחרת בתמחור יתר, וצפויה להיסחר במחיר נמוך יותר. אפיון סיכון: **גבוה** - רמת הסיכון בהשקעה במניה גבוהה מהממוצע בשוק. **סיכון שוק** - רמת הסיכון בהשקעה במניה דומה לממוצע בשוק. **נמוך** - הסיכון בהשקעה במניה נמוך מהממוצע בשוק.

הדו"ח האמור מתבסס על מידע אשר פועלים סהר בע"מ מניחה שהינו מהימן וזאת מבלי שבצעה בדיקות עצמאיות ביחס למידע. עם זאת מודגש כי אין פועלים סהר בע"מ או הפועלים מטעמה יכולים לערוב למהימנות המידע המפורט בדו"ח, שלמותו או דיוקו. הדו"ח האמור לעיל אינו מתיימר להיות ניתוח מלא של כל העובדות וכל הנסיבות הקשורות לאמור בו, והדעות האמורות בדו"ח עלולות להשתנות ללא כל מתן הודעה נוספת. אין בדו"ח זה כדי להוות מתן ייעוץ השקעות ולפיכך אין להסתמך על המידע הכלול בו ואין בו כדי להחליף שיקול דעת עצמאי וקבלת ייעוץ מקצועי, לרבות מיועץ השקעות אשר יעוצו מתחשב בנתונים ובצרכים המיוחדים של כל אדם. לפועלים סהר בע"מ, עובדיה או גורמים הקשורים עימה יש או יכולות להיות החזקות בניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים בדו"ח ו/או לבצע פעולות שונות לרבות רכישה או מכירה של ניירות הערך ו/או הנכסים הפיננסיים האמורים וכן להתקשר בקשרים עסקיים עם החברות וגורמים הקשורים עימן או עם הגופים הנזכרים בדו"ח.